



20 janvier 2017

## L'inflation soutiendra la hausse des taux obligataires en 2017

**Le renversement des taux longs a bien eu lieu. Net retour des anticipations inflationnistes. Rendements supérieurs aux USA et dans les émergents. Attention aux hausses en Europe.**

### Points clés

- L'élection de Donald Trump a précipité la fin du « bull market » obligataire global
- Le réajustement des anticipations globales provoque une hausse généralisée des taux longs dans le monde
- Cette forte corrélation des marchés de taux devrait être temporaire avant de se renforcer
- En 2017, la remontée des anticipations inflationnistes poussera les taux longs à la hausse
- Le rebond rapide des taux longs pourrait ralentir le rythme des interventions de la Fed en 2017
- Le programme du président Trump ne développera des effets sur l'économie réelle qu'au second semestre
- Les politiques monétaires de la BCE et de la BoJ seront moins expansives en 2017
- Les marchés obligataires émergents offrent encore des perspectives positives

### Le renversement des taux longs a bien eu lieu

Nous le prédisions en juillet, le résultat du référendum britannique a été un des événements marquants pour les marchés de taux en 2016 en provoquant une dernière exagération de la tendance baissière.

La surprise du Brexit a en effet précipité la chute des rendements souverains dans la plupart des pays. Nous indiquions alors que cette chute des rendements ne pouvait pas durer.

Le rebond s'est en fait rapidement installé avec le retour de la confiance, au moment où les statistiques économiques apportaient un peu plus de visibilité et des perspectives économiques positives.

Avant les élections américaines, les taux d'intérêt à dix ans avaient déjà rebondi et retrouvé leur niveau pré-Brexit. Mais c'est véritablement la surprise de l'élection présidentielle américaine qui a plus nettement scellé la fin du « bull market » obligataire en provoquant un réajustement brutal et majeur des anticipations de croissance et d'inflation pour 2017.

Au cours des dernières semaines de 2016, les taux longs ont enregistré l'une de leurs plus fortes progressions des dernières années, dans un mouvement assez généralisé touchant pratiquement tous les marchés obligataires internationaux. La corrélation était relativement forte pendant quelques semaines alors que nous relevions déjà notre scepticisme quant à la poursuite de ce phénomène en début 2017.

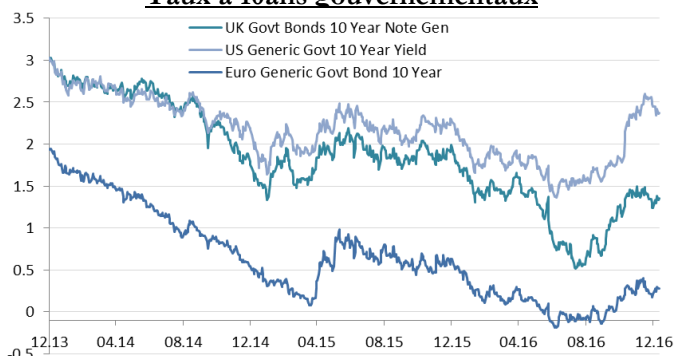
Au cours des dernières années, la tendance baissière des taux longs a souvent été freinée par de courtes périodes de reprise. Il est donc justifié de s'interroger sur la nature du rebond actuel des taux longs et sur la pérennité de cette nouvelle tendance. Pour répondre de manière satisfaisante à cette question, il convient de distinguer les situations conjoncturelles et l'état des politiques monétaires.

Aux Etats-Unis, nous assisterons sans doute à un renforcement réel des perspectives de croissance qui développeront des effets inflationnistes progressivement. La hausse des taux longs en dollar est donc justifiée par des fondamentaux déjà visibles et en amélioration. Une correction limitée à court terme est probable mais elle sera suivie d'une nouvelle hausse. Le renversement de tendance est donc à notre avis bien consommé aux Etats-Unis.

En Europe, il nous semble également que cela soit le cas, même si nous attendons une correction temporaire des taux plus importante, en raison de l'action de la BCE.

Globalement, nous pourrions certainement affirmer avec plus de certitude au second semestre 2017 que le renversement de tendance sur les taux a bien eu lieu.

### Taux à 10ans gouvernementaux

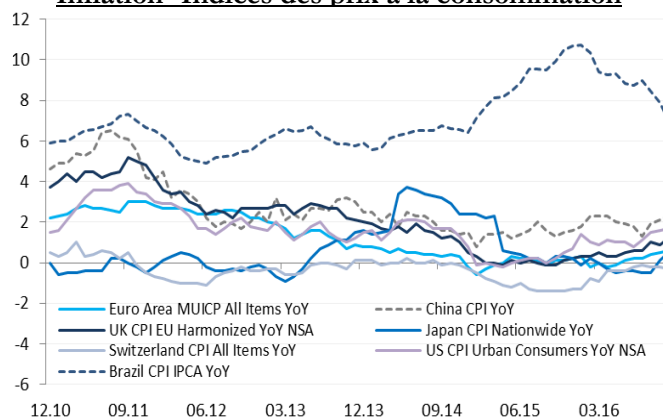


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Les effets du retour des anticipations inflationnistes

Les nouvelles perspectives au sujet de la croissance américaine intègrent une probabilité accrue de relance de l'inflation. Nous pensons que désormais, les investisseurs vont progressivement changer leur focale d'analyse et se préoccupent un peu plus de la remontée des taux d'inflation pour déterminer le rendement nominal exigé sur leurs placements obligataires. Depuis quelques mois, l'inflation remonte aussi progressivement et repasse au-dessus de zéro dans les pays en déflation. Les marchés s'étaient habitués à des chiffres d'inflation très bas depuis quelques années, mais nous pensons que cela va clairement changer en 2017. La remontée de l'inflation, conjointement à la normalisation de la politique monétaire de la Fed, agira sur la confiance des investisseurs et sur le niveau de rendement espéré. Les taux des obligations devront s'ajuster à ces nouvelles exigences en offrant des rendements supérieurs à ceux connus ces dernières années.

### Inflation- Indices des prix à la consommation



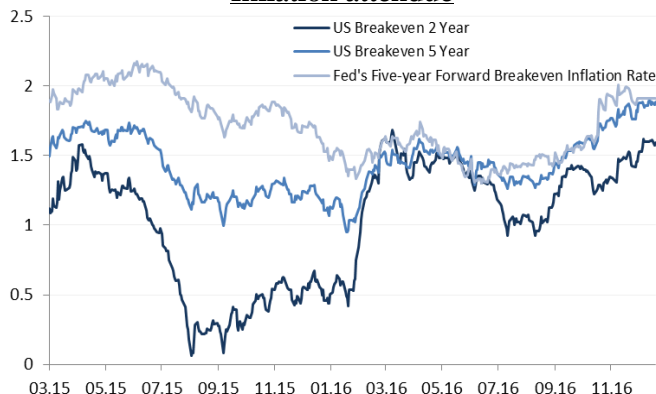
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### États-Unis: regain d'intérêt grâce aux rendements plus élevés

Aux Etats-Unis, nous attendions une nouvelle étape de normalisation de la politique monétaire en décembre qui s'est effectivement produite. Après cette hausse de +0.25% des taux directeurs, il est probable que la Réserve fédérale marque une première pause jusqu'au deuxième trimestre avant d'entreprendre une nouvelle action. Les signes de renforcement conjoncturel étaient présents en fin d'année, comme le suggérait notamment la hausse annualisée du PIB de +3.5% au 3ème trimestre, ils se densifieront sans doute ces prochains mois.

L'ajustement brutal des anticipations de croissance et d'inflation qui a suivi l'élection présidentielle a directement provoqué une hausse brutale des taux longs. Celle-ci pourrait déjà agir ces prochains mois en freinant la conjoncture.

### Inflation attendue



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si les taux longs devaient progresser encore un peu plus vers le niveau de 3%, la Fed ne prendrait probablement pas le risque de perturber la situation économique et pourrait même ralentir le rythme de ses interventions en 2017.

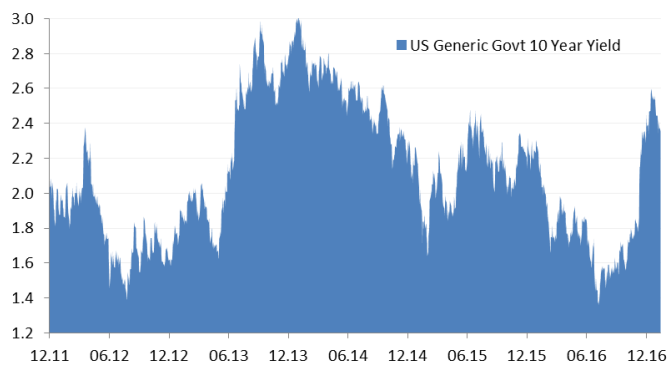
Cette hausse des taux longs du Trésor a été l'une des plus rapides de la décennie, en raison du bouleversement assez radical des anticipations lié à la surprise de l'élection de Donald Trump. Si nous ne doutons pas de la santé de l'économie américaine, qui devrait encore s'améliorer en 2017, nous n'attendons toutefois pas d'effets concrets immédiats des mesures du programme économique républicain. Ceux-ci n'interviendront sans doute que dans plusieurs trimestres. L'emballement de l'économie n'est donc pas encore à l'ordre du jour et son amélioration graduelle se produira certainement plus dans la continuité des performances déjà réalisées.

On peut donc se demander si la hausse des taux longs n'est déjà pas suffisante pour tenir compte des nouvelles perspectives post-électorales.

Nous relevions dans notre dernière « stratégie d'investissement » que le contexte économique américain justifiait une remontée des taux longs, qui devait être motivée par le résultat des élections, et une poussée haussière des indices de prix. La hausse de taux longs attendue s'est donc produite alors que nous prévoyons un rebond très sensible de l'inflation en début 2017. Malgré cela, la hausse des taux longs devrait perdre du « momentum » pour permettre une stabilisation des rendements entre 2.5% et 3%.

**Le marché obligataire américain offre désormais des perspectives séduisantes de rendement associées à une hausse modérée de la devise. Les obligations en dollar retrouvent leur place dans une stratégie diversifiée internationalement.**

### Taux d'intérêt des obligations 10ans du Trésor US



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### **Zone euro : le rebond des taux offre une nouvelle opportunité à la BCE**

La zone euro retrouve une certaine confiance. Les perspectives économiques se renforcent malgré un plan Juncker peu convaincant. La politique monétaire de la BCE sera plus expansive en 2017. L'inflation remonte enfin au-dessus de zéro et pousse les taux réels en territoire négatif. Cette tendance sera confortée au cours des prochains mois par la hausse des cours du brut. Le taux d'utilisation des capacités et le niveau de chômage élevé n'apporteront toutefois pas de soutien à la reprise de l'inflation. Les taux directeurs resteront de fait très bas.

La BCE cherche toujours à provoquer de l'inflation, mais les taux de croissance économique semblent encore insuffisants pour lui permettre d'atteindre ses objectifs. A court terme, le rebond rapide des taux d'intérêt à long terme offre une opportunité nouvelle à la BCE d'agir sur les taux nominaux en renforçant son programme d'achat. Les taux d'intérêt devraient dès lors à nouveau baisser dans la zone euro et provoquer une

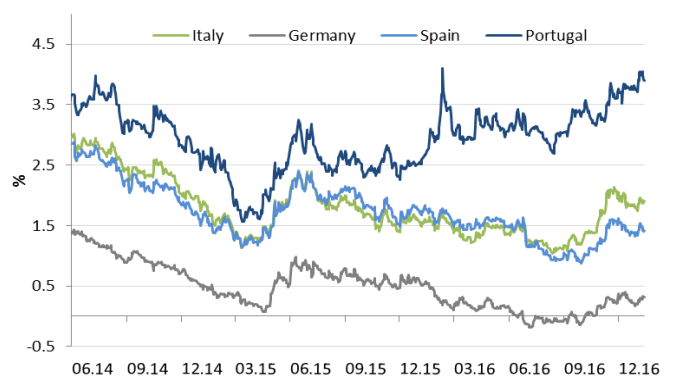
situation de taux réels négatifs, représentant un facteur de soutien en 2017 pour la croissance.

**Les perspectives pour les marchés obligataires européens ne sont que très légèrement positives. Les taux longs devraient à nouveau perdre du terrain sans toutefois toucher les points bas atteints en juin 2016.**

**De faibles plus plus-values en capital peuvent donc être espérées au cours des tout prochains mois, mais nous anticipons un retour de la corrélation des marchés de taux, après cette accalmie temporaire, qui interviendra lors de la prochaine phase de remontée des taux longs.**

Nous recommandons de porter une attention particulière aux risques accrus de remontée des taux longs au trimestre précédent. Avec la hausse de novembre les taux longs ont souvent dépassé leurs niveaux théoriques, accroissant de fait les probabilités d'une baisse temporaire en début d'année.

### Taux à 10ans-Gvt Europe (en %)

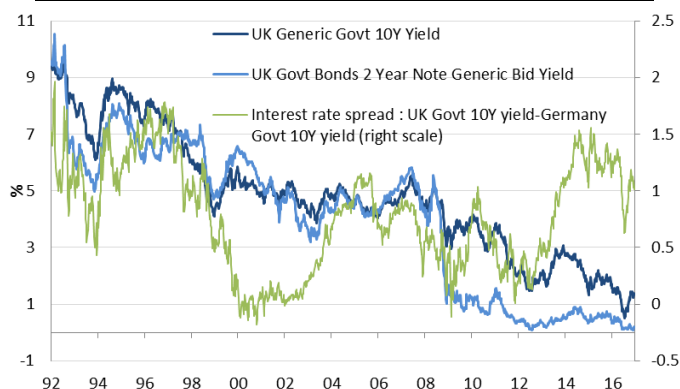


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### **Royaume-Uni : La banque centrale est sous pression**

Nous l'indiquions précédemment, la chute de la livre devait relancer l'inflation. Les prix à l'importation ont en effet progressé et les performances économiques du pays, plutôt supérieures à ce qui pouvait être craint au soir du Brexit, pourraient pousser la banque centrale à réviser sa politique. La BoE avait agi en annonçant un plan de relance d'envergure, qui visait à rassurer les chefs d'entreprises et les ménages, inquiets des conséquences possibles du référendum. Elle avait ensuite abaissé son taux directeur de 0.5% à 0.25% pour renforcer la capacité de financement des ménages et des entreprises. Elle a également introduit un programme de financement des banques plus compétitif pour faciliter la transmission de sa politique.

## Taux gouvernementaux UK à 10ans et 2ans (en%)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Son programme de rachats d'actifs a été augmenté pour permettre de nouvelles injections monétaires.

**Mais les derniers développements laissent plutôt envisager une hausse possible prochaine des taux directeurs, en particulier à la lumière des révisions annoncées des anticipations inflationnistes.**

Les indices de prix avancent parfois de manière impressionnante, même si la hausse des prix globaux (CPI) n'est encore que de +0.9% sur un an. Dans ce contexte, les taux à dix ans ont rebondi fortement de leur plus bas de 0.5% enregistré à la mi-août pour retrouver leur niveau d'avant le référendum de 1.5%.

## Japon : un marché à éviter

En ce qui concerne les rendements obligataires japonais, le phénomène est déjà sensible et suffisamment important pour être mentionné; les taux longs gouvernementaux en yen ont bondi de -0.3%, niveau plancher atteint juste après le Brexit, à +0.1% en fin de année. Sans occulter les effets de corrélation observés dans la majorité des marchés de taux internationaux, la remontée de l'inflation au Japon est sans doute enfin perçue comme un renversement de tendance durable, soutenu par la chute de -17% de la devise nippone en fin d'année. La BoJ ne peut donc certainement pas encore se réjouir, mais ses tentatives de reflation par la baisse du yen ont enfin une chance d'aboutir, au moment même où elle bénéficiera aussi des effets additionnels provoqués par la hausse des cours du brut.

Le premier trimestre 2017 devrait donc voir une poursuite de la hausse des indices de prix au Japon. En l'absence de rendement, sans perspective de plus-value et dans un contexte d'affaiblissement du yen, les obligations japonaises n'ont pas de place dans une stratégie diversifiée internationale.

## Marchés émergents : profiter des déclarations choc de Trump

Les marchés obligataires émergents avaient profité de la baisse des rendements des pays développés et du repositionnement des investisseurs. Depuis le début de l'année, nous relevons que ce segment du marché obligataire offrait encore une des rares opportunités de plus-value en capital et de rendements décents. C'était un peu moins le cas après la hausse des cours enregistrée de +15% jusqu'en octobre. Mais les nouvelles incertitudes liées aux déclarations de Donald Trump en matière de libre échange ont effacé une partie de cette progression. Les prophéties catastrophiques ne se produiront pas; une diversification dans ce secteur nous semble donc raisonnable aux cours actuels. Par ailleurs, la reprise du cycle des matières premières renforcera certainement les devises des pays producteurs, améliorant de facto aussi leurs comptes courants. Le renversement de tendance des cours du brut et des métaux industriels pourrait modifier la perception des investisseurs sur les perspectives des pays émergents les plus pénalisés et favoriser un ajustement des anticipations. Mais si les obligations émergentes peuvent toujours constituer une source de diversification intéressante dans le contexte actuel, elles sont aussi devenues plus risquées.

## Conclusion

**Le cycle global des taux longs s'est certainement retourné pendant l'été 2016, coïncidant avec la normalisation des taux directeurs américains.**

**L'année 2017 devrait voir un peu partout les taux longs entamer un processus similaire de normalisation et de hausse sous l'impulsion d'une remontée graduelle des anticipations inflationnistes.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

**BBGI Group**  
 Rue Sigismond Thalberg no 2  
 1201 Genève -Suisse  
 T: +41225959611 F: +41225959612  
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch